

poniedziałek, 6 marca 2017 | komentarz specjalny

## Orzeł Biały – Imponujący wzrost marży rynkowych

Cena bieżąca: 10,39 PLN

**OBL PW; OBIA.WA | Przemysł, Polska**

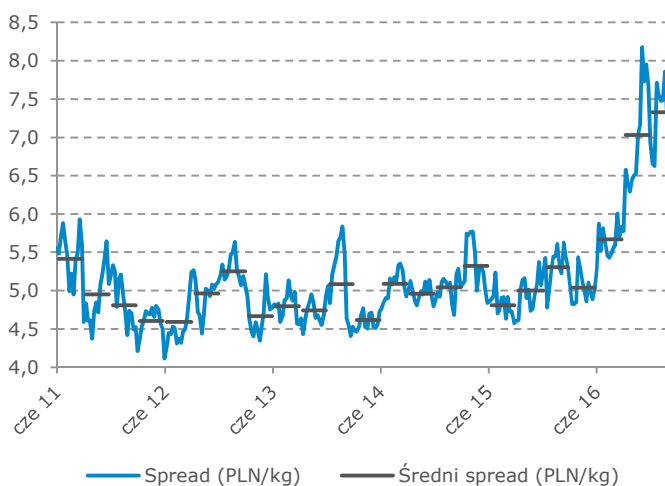
Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03

**Wyraźne wzrosty cen ołowiu na światowych rynkach przy mniej dynamicznie rosnących cenach złomu akumulatorowego przełożyły się na wzrost rynkowych marż na recyklingu ołowiu. Obecnie udział ceny złomu akumulatorowego w cenie ołowiu spadł do poziomu około 20%, wobec poziomów 23-24% w analogicznym okresie roku ubiegłego. Do dnia 15 marca 2017 roku trwa wezwanie na akcje Orła Białego (cena 8,65 PLN/akcja). Obecnie obserwowana poprawa warunków rynkowych dla recyklerów akumulatorów przełoży się prawdopodobnie na wzrost wyników finansowych w 4Q'16 oraz 1Q'17. Wyniki finansowe za te okresy zostaną przedstawione dopiero odpowiednio 5 kwietnia oraz 17 maja. Według naszych prognoz Orzeł Biały obecnie notowany jest na wskaźnikach P/E'17 7,9x oraz EV/EBITDA'17 5,0x. Jeśli nasze szacunki są poprawne, to oznaczałoby, że cena z wezwania nie jest atrakcyjna z punktu widzenia aktualnych posiadaczy akcji Spółki.**

**Niska wartość PLN do USD oraz wyraźne wzrosty cen ołowiu na światowych rynkach na przełomie 2016 i 2017 roku pozytywnie przełożyły się na wyższe ceny metalu w PLN. Z drugiej strony ceny złomu akumulatorowego nie rosły w tak szybkim tempie, co w okresie 4Q'16 oraz 1Q'17 przełożyło się na wzrost marży na recyklingu akumulatorów. Marże na przełomie roku wzrosły do najwyższego poziomu od 2011 roku, co naszym zdaniem może pozytywnie przełożyć się na realizowane wyniki krajowych recyklerów (Orzeł Biały oraz Baterpol z Grupy Impexmetal) na początku 2017 roku.**

Wzrosty cen ołowiu na światowych rynkach, to przede wszystkim efekt bardzo **dobrych wolumenów sprzedaży samochodów** w Chinach w 2016 roku oraz dodatnich dynamik sprzedaży na rynku europejskim i Północnej Ameryki. International Lead and Zinc Study Group oczekuje, że światowy popyt na ołów wzrósł o **2,8%** w 2016 roku oraz wzrośnie o kolejne **1,3%** r/r w 2017 roku.

**Różnica pomiędzy ceną ołowiu, a złomem akumulatorowym na terenie Polski w latach 2011-2017 (PLN/kg)**

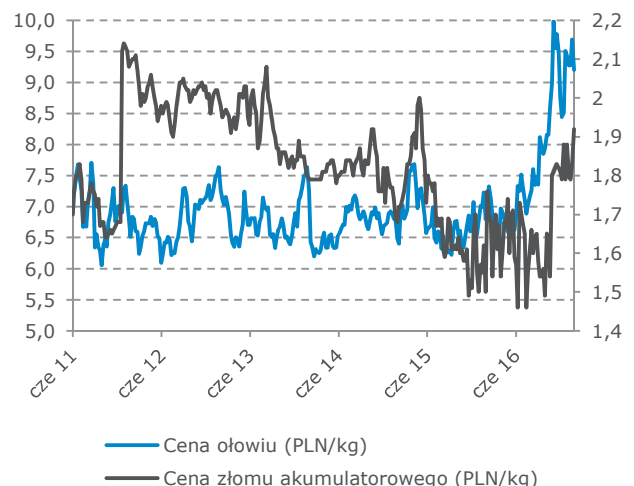


Organizacja spodziewa się, że nadwyżka podaży nad popytem w 2017 roku spadnie do **23 tys. ton** z **42 tys. ton** w 2016 roku. Czynnikiem wspierającym ceny ołowiu jest spadająca światowa produkcja górnicza ołowiu. Według ILZSG 2016 rok będzie trzecim z rzędu, kiedy produkcja górnicza ołowiu jest niższa w ujęciu r/r (w 2015 roku zamknięto Australijską kopalnię Century, co zmniejszyło podaż metalu o około 100 tys. ton rocznie).

Obecnie na akcje Orła Białego trwa **wezwanie** ogłoszone przez głównego akcjonariusza - **NEF Battery Holdings S.a r.l.** Fundusz obecnie posiada 60,55% Spółki i w wyniku ogłoszonego wykupu chce osiągnąć 100% akcji i głosów na WZA Orła Białego. Oferowana cena wynosi **8,65 PLN** za akcję. Zapisy w wezwaniu rozpoczęły się 10 lutego 2017 roku, a zakończą **15 marca 2017 roku**. W pierwszej kolejności akcje w wezwaniu będzie nabywała Spółka, realizując uchwałę Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia z dnia 29 maja 2015 roku, które upoważniło Spółkę do nabywania akcji własnych. Następnie akcje skupione przez Spółkę zostaną następnie umorzone. Z kolei NEF Battery Holdings S.a. r.l. uczestniczy w Wezwaniu w związku z możliwym przekroczeniem progu 66% głosów oraz w przypadku nabycia odpowiedniego pakietu akcji, intencją zniesienia dematerializacji akcji Spółki i wycofania ich z obrotu na GPW. Cena wezwania (8,65 PLN za akcję) daje **5,4%** premii do średniej z 6 miesięcy i **1,3%** premii do średniej z 3 miesięcy. NEF Battery Holdings S.a r.l. jest większościowym akcjonariuszem Spółki od 2008 roku.

Data publikacji sprawozdania za 2016 roku, uwzględniająca wyniki 4Q'16 ustalona została na dzień **5 IV'17**, a za 1Q'17 na dzień **17 V'17**. Inwestorzy, którzy zechcą partycypować w wezwaniu z uwagi na wcześniej wyznaczone daty raportowania wyników skonsolidowanych nie będą mieli możliwości zweryfikowania jak bardzo ostatni wyraźny wzrost rynkowych marży przerobowych przełoży się na wyniki finansowe Spółki.

**Ceny ołowiu oraz złomu akumulatorowego w Polsce w latach 2011-2017 (PLN/kg)**



**Skonsolidowane wyniki Orzeł Biały w latach 2011-2017P (mln PLN)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016P	2017P
Cena	10,39	10,39	10,39	10,39	10,39	10,39	10,39
P/E	4,8	16,4	-10,0	407,1	13,1	18,2	7,9
EV/EBITDA	3,2	6,0	-8,8	26,0	7,2	8,1	5,0
Przychody	383,6	408,3	420,8	458,6	508,5	487,1	516,9
zmiana r/r (%)	15,5%	6,4%	3,1%	9,0%	10,9%	-4,2%	6,1%
EBITDA	51,5	26,7	-20,0	7,9	25,4	23,9	36,9
marża (%)	13,4%	6,5%	-4,8%	1,7%	5,0%	4,9%	7,1%
EBIT	41,8	15,8	-27,8	0,0	16,5	14,9	28,1
marża (%)	10,9%	3,9%	-6,6%	0,0%	3,2%	3,1%	5,4%
Pozostała działalność operacyjna	1,1	0,2	-14,9	4,3	8,3	0,5	0,8
Wynik netto	36,1	10,6	-17,4	0,4	13,2	9,5	22,0
marża (%)	9,4%	2,6%	-4,1%	0,1%	2,6%	1,9%	4,3%
Wolumen sprzedaży (tys. ton)	51,1	55,4	55,2	60,6	62,3	60,3	57,3
zmiana r/r (%)	6,2%	8,4%	-0,3%	9,7%	2,8%	-3,2%	-5,0%
Ceny ołowiu (PLN/t)	7 073	6 772	6 687	6 654	6 766	7 398	9 025
Udział produkcji z recyklingu	71,0%	84,9%	73,3%	71,9%	79,0%	77,4%	72,0%
EBITDA na tonę produkcji z recyklingu	1,420	0,568	-0,495	0,181	0,516	0,513	0,894
EBITDA/t	1,008	0,482	-0,362	0,130	0,407	0,397	0,644
Dług netto / EBITDA	-0,2	-0,4	-0,2	4,1	0,4	0,9	0,3
Dług netto	-8,5	-11,9	3,5	32,0	9,4	20,4	12,8
Dywidenda	10,1	12,5	3,7	0,0	0,0	0,0	2,8
DY	5,9%	7,2%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%
Kapitały własne	264,0	258,1	235,3	239,3	247,0	256,5	275,6
Goodwill	0,0	14,3	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Kapitały własne - goodwill	264,0	243,8	227,2	231,2	238,9	248,4	267,5
P/BV	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
P/BV-goodwill	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6

Źródło: Orzeł Biały, prognozy Domu Maklerskiego mBanku

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

**EBIT** – zysk operacyjny

**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** – wartość księgowa

**WNDB** – wynik na działalności bankowej

**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją

**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPIJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego Przeglądu miesięcznego przez Dom Maklerski mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

mBank S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Ergis, Es-System, IMS, Kruk, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, Pemug, Polimex Mostostal, Polna, Solar, Tarczyński, Vistal, Zastal S.A., ZUE.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Capital Park, Erbud, Es-System, IMS, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mieszko, Neuca, Oponeo, PBKM, PGE, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Polimex Mostostal, Polna, Polwax, PZU, Solar, Tarczyński, Vistal, ZUE.

mBank S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: Agora, Alior Bank, Alchemia, Ambra, Bakalland, BNP Paribas, Boryszew, BPH, mBank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investments, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Erste Bank, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Getin Noble Bank, Handlowy, Impexmetal, Indata Software, ING BSK, Inter Groclin Auto, Ipopema, Koelner, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Oponeo, Orbis, OTP Bank, Paged, PA Nova, PBKM, Pekao, Pemug, Pfeleiderer Group, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, PRESCO GROUP, Prochem, Projprzem, Prokom, PZU, RBI, Robyg, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Skarbiec Holding, Sokółów, Solar, Stelmet, Sygnity, Tarczyński, Techmex, TXN, Unibep, Uniwheels, Vistal, Wirtualna Polska Holding S.A., Work Service, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. był oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: PBKM, Stelmet, TXM S.A.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Domu Maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonamentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

**Kamil Kliszcz**  
dyrektor  
tel. +48 22 438 24 02  
[kamil.klischcz@mbank.pl](mailto:kamil.klischcz@mbank.pl)  
paliwa, chemia, energetyka

**Michał Marczak**  
tel. +48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia, surowce, metale

**Michał Konarski**  
tel. +48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

**Jakub Szkopek**  
tel. +48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia

**Paweł Szpigiel**  
tel. +48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

**Piotr Zybala**  
tel. +48 22 438 24 04  
[piotr.zybala@mbank.pl](mailto:piotr.zybala@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

**Piotr Bogusz**  
tel. +48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

**Piotr Gawron**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

**Krzysztof Bodek**  
tel. +48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

**Mateusz Choromański, CFA**  
tel. +48 22 697 47 44  
[mateusz.choromanski@mbank.pl](mailto:mateusz.choromanski@mbank.pl)

**Tomasz Jakubiec**  
tel. +48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

**Anna Łagowska**  
tel. +48 22 697 48 25  
[anna.lagowska@mbank.pl](mailto:anna.lagowska@mbank.pl)

**Adam Prokop**  
tel. +48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

**Szymon Kubka, CFA, PRM**  
tel. +48 22 697 48 16  
[szymon.kubka@mbank.pl](mailto:szymon.kubka@mbank.pl)

**Jędrzej Łukomski**  
tel. +48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

**Tomasz Galanciak**  
tel. +48 22 697 49 68  
[tomasz.galanciak@mbank.pl](mailto:tomasz.galanciak@mbank.pl)

**Wojciech Wysocki**  
tel. +48 22 697 48 46  
[wojciech.wysocki@mbank.pl](mailto:wojciech.wysocki@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

**Marzena Łempicka-Wilim**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 82  
[marzena.lempicka@mbank.pl](mailto:marzena.lempicka@mbank.pl)

**Mariusz Adamski**  
tel. +48 22 697 48 47  
[mariusz.adamski@mbank.pl](mailto:mariusz.adamski@mbank.pl)

### Biuro Aktywnej Sprzedaży

**Kamil Szymański**  
dyrektor  
tel. +48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

**Jarosław Banasiak**  
wicedyrektor  
tel. +48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)